**ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ УПРАВЛЕНИЯ** 

**Н.В. Кузнецов**

**Разработка финансовой политики компании**

**МЕТОДИЧЕСКОЕ ПОСОБИЕ**

**для слушателей инСТИТУТА**

**ДЕЛОВОГО АДМИНИСТРИРОВАНИЯ И БИЗНЕСА**

**МОСКВА 2023**

**Оглавление**

[1. Финансовая политика компании: общие понятия 3](#_Toc508777216)

[2. финансовая политика, финансовая стратегия и финансовая тактика 5](#_Toc508777217)

[3. Политика управления капиталом 9](#_Toc508777218)

[4. Кредитная политика 15](#_Toc508777219)

[5. Политика Управления активами 17](#_Toc508777220)

[6. Политика управления дЗ 21](#_Toc508777221)

[7. дивидендная политика 24](#_Toc508777222)

[8. учетная политика 25](#_Toc508777223)

[9. политика управления ДДС 27](#_Toc508777224)

# **1. Финансовая политика компании: общие понятия**

Финансовая политика компании – совокупность мероприятий по целенаправленному формированию, распределению и использованию финансовых ресурсов, определяемая и проводимая собственниками и руководством компании.

Структура финансовой политики компании представлена на рисунке (см. рис. 1).



Рис. 1. Структура финансовой политики компании

Финансовая политика включает в себя три ключевых направления: политику привлечения финансовых ресурсов, политику использования финансовых ресурсов, а также планово-учетную политику.

Политика привлечения финансовых ресурсов связана с образованием и использованием пассивов и охватывает такие вопросы как управление собственным капиталом и резервами, а также управление долгосрочным и краткосрочным заемным капиталом. Главным вопросом, на который отвечает политика привлечения, является «где и на каких условиях компания будет брать финансовые ресурсы?».

Политика использования финансовых ресурсов связана с образованием и использованием активов (имущества) компании. Она охватывает такие вопросы как управление оборотным капиталом компании, а также управление инвестиционными проектами (как реальными, так и финансовыми). Главным вопросом, на который отвечает политика использования, является «куда и на каких условиях компания будет вкладывать финансовые ресурсы?».

Планово-учетная политика связана с реализаций контрольной функции финансов и охватывает такие вопросы как финансовое планирование, бухгалтерский и налоговый учет, управленческий учет. Главным вопросом, на который отвечает планово-учетная политика, является «по каким принципам и правилам компания осуществляет формирование финансовых планов и учет финансовых результатов?».

Цель финансовой политики – построения эффективной системы управления финансовыми ресурсами, направленной на обеспечение достижения стратегических и тактических целей деятельности компании.

Цель финансовой политики связана с основной целью финансового менеджмента, которой, как известно, является обеспечение максимизации благосостояния собственников в текущем периоде и на перспективу, что достигается обеспечением максимизации рыночной стоимости организации, а это невозможно без эффективного использования финансовых ресурсов и построения оптимальных финансовых отношений как внутри организации, так и с контрагентами и государством.

Достижение этой цели возможно в результате решения трех следующих задач:

* максимизация прибыли компании с одновременным повышением рентабельности ее деятельности;
* обеспечение устойчивого развития бизнеса на длительном промежутке времени;
* поддержание допустимого для компании уровня финансового риска в краткосрочном и долгосрочном периодах.

На практике эти задачи в некоторой степени противоречат друг другу. Так максимизация прибыли, как правило, повышает рыночный риск. Хранение существенных остатков денежных средств на расчетных счетах и другие меры по обеспечению финансовой устойчивости снижают рентабельность деятельности. Попытка развития компании за счет привлечения значительных объемов долговых обязательств приводит к существенному росту финансового риска и т.д.

Таким образом, невозможно максимизировать одновременно и прибыль, и стоимость бизнеса, и финансовую устойчивость. С этой точки зрения финансовая политика служит для поиска оптимального на данный момент баланса усилий в этих направлениях. В общем случае можно выделить три типа финансовой политики (см. таблицу 1).

Таблица 1 – Типы финансовой политики

|  |  |
| --- | --- |
| **Тип финансовой политики** | **Характеристика** |
| Агрессивная  (политика активных действий) | Ориентирована на достижение высоких финансовых результатов вне зависимости от риска |
| Умеренная  (уравновешенная) | Ориентирована на достижение среднеотраслевых финансовых результатов при среднем значении риска |
| Консервативная  (оборонительная, ограничительная) | Ориентирована на минимизацию риска, что влечет за собой возможное снижение финансовых результатов |

Финансовую политику компании определяют ее учредители (собственники), а также менеджеры высшего звена. Непосредственная реализация финансовой политики возлагается на финансово-экономический блок компании.

Финансовая политика компании должна обеспечивать целостность системы управления бизнесом. Поэтому она должна охватывать все аспекты этого процесса: методологический, организационный и технический.

Методологический аспект предусматривает разработку методов и моделей принятия управленческих решений в сфере финансового менеджмента, оценку эффективности деятельности компании, разработки финансовых планов и прогнозов и контроля их исполнения, и т.п.

Организационный аспект определяет способы и порядок взаимодействия структурных подразделений и должностных лиц в рамках процесса финансового управления, правила документооборота, бизнес-процессы и регламенты деятельности и т.п.

Технический аспект определяет непосредственную реализацию разработанной методологии: используемые механизмы сбора, обработки и хранения информации, формы и инструментарий информационного обмена и т.п.

# **2. финансовая политика, финансовая стратегия и финансовая тактика**

В составе финансовой политики компании выделяют финансовую стратегию и финансовую тактику.

Финансовая стратегия предполагает решение долгосрочных задач развития компании (как правило, свыше одного года). В процессе ее разработки прогнозируют основные тенденции развития финансов, формируют концепцию их использования, намечают принципы финансовых отношений с государством (налоговую политику) и партнерами. Стратегия предполагает выбор альтернативных путей развития компании. При этом используются прогнозы, опыт, интуиция специалистов для мобилизации финансовых ресурсов на достижение поставленной цели. С позиции стратегии формирования конкретной цели и задачи производственной и финансовой деятельности принимают оперативные управленческие решения.

Финансовая стратегия компании задает основные направления ее развития путем определения долгосрочных целей бизнеса. При этом для того, чтобы такой документ как «стратегия развития компании» мог бы стать основой системы управления, необходимо, чтобы эти цели были переведены «на язык цифр», т.е. выражены в виде целевых значений каких-либо показателей (ключевых показателей эффективности). Эти показатели в дальнейшем служат для менеджмента формальными ориентирами, позволяя контролировать и сохранять необходимое направление развития компании.

Финансовая тактика определяет способы и пути решения локальных задач конкретного этапа развития компании путем своевременного изменения финансовых связей, изменения схемы финансирования компании и перераспределения финансовых ресурсов между отдельными направлениями их использования.

Если финансовая стратегия относительно стабильна, финансовая тактика должна отличаться гибкостью, обеспечивая быстрое реагирование на изменения рыночной конъюнктуры (спроса и предложения на ресурсы, товары и услуги). Стратегический и тактический аспекты финансовой политики тесно взаимосвязаны: правильный выбор стратегии создает благоприятные возможности для решения тактических задач.

Финансовая политика компании должна определять комплекс принципов и правил трансформации долгосрочных стратегических целей в конкретные тактические планы по направлениям деятельности компании.

В течение последних десяти лет в российскую практику управления бизнесом активно внедряется ценностно-ориентированный подход, в основе которого лежит концепция управления стоимостью бизнеса. В основе этого подхода лежит следующее правило – деятельность компании должна осуществляться таким образом, чтобы в результате синергетического эффекта от всех сфер ее деятельности обеспечивался рост благосостояния акционеров, измеряемый рыночной стоимостью бизнеса, которым они владеют.

Соответственно ключевыми показателями деятельности компании в данном случае являются показатели стоимости бизнеса. Основные показатели стоимости бизнеса представлены в таблице (см. таблицу 2).

Таблица 2 – Основные показатели стоимости бизнеса

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Методика расчета и условие роста стоимости бизнеса** | **Характеристика показателя** |
| MVA  Market Value Added  Рыночная добавленная стоимость | *MVA = MD + MC – IC*  где *MD* – рыночная стоимость долга; *MC* – рыночная капитализация; *IC* – инвестированный капитал  Стоимость бизнеса растет при *MVA > 0* | Показатель отражает дисконтированную стоимость всех настоящих и будущих инвестиций. При расчете данного показателя затруднена количественная оценка большого числа факторов, оказывающих косвенное влияние на рыночную капитализацию. |
| EVA  Economic Value Added  Экономическая добавленная стоимость | *EVA = NOPAT – WACC ∙ IC*  где *NOPAT* – операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов; *WACC* – средневзвешенная цена капитала; *IC* – инвестированный капитал  Стоимость бизнеса растет при *EVA > 0* | Показатель отражает остаточный доход, оцениваемый на основе нормы возврата на капитал (т.е. ожидаемую отдачу от инвестированного капитала). Наиболее универсальный и гибкий показатель, основанный на экономических характеристиках деятельности компании. Однако его недостатком является то, что он не учитывает особенности денежных потоков компании. |
| CVA  Cash Value Added  Денежная добавленная стоимость | *CVA = AOCF – WACC ∙ IC*  где *AOCF* – скорректированный операционный денежный поток; *WACC* – средневзвешенная цена капитала; *IC* – инвестированный капитал  Стоимость бизнеса растет при *CVA > 0* | Показатель отражает остаточные денежные потоки, генерируемые инвестициями в компанию. Наиболее универсальный и гибкий показатель, основанный на движении денежных средств компании. Однако его недостатком является то, что он не учитывает экономические показатели деятельности компании. |

Рост стоимости бизнеса обеспечивается совокупной эффективностью всех видов деятельности компании (операционной, инвестиционной и финансовой). Можно утверждать, что он является синергетическим эффектом всех аспектов финансово-хозяйственной деятельности компании. С этой точки зрения показатели стоимости бизнеса оказываются важными комплексными индикаторами эффективности деятельности компании. Снижение стоимости бизнеса является признаком, сигнализирующим о стратегическом или тактическом кризисе системы управления.

Финансовая политика компании напрямую влияет на элементы, составляющие показатели экономической и денежной добавленной стоимости бизнеса: *NOPAT*, *AOCF*, *WACC*, *IC*.

* Операционная прибыль

,

где – прибыль до выплаты процентов и налогов; – эффективная ставка налога на прибыль; – расходы по налогу на прибыль.

Для упрощения может использоваться формула: , где – ставка налога на прибыль компании.

* Денежный поток от операционной деятельности

,

где – начисленная амортизация, – сальдо процентных платежей (расходы по процентам за минусом доходов по процентам и дивидендам), – изменение дебиторской задолженности; – изменение кредиторской задолженности; – изменение величины складских запасов.

* Инвестированный капитал

,

где – величина собственного капитала; – величина долгосрочных обязательств; – величина краткосрочных обязательств; – величина краткосрочных финансовых вложений.

* Средневзвешенная цена капитала

,

где – доля собственного капитала в общем капитале компании; – доля заемного капитала в общем капитале компании; – величина собственного капитала; – величина заемного капитала; – цена собственного капитала; – цена заемного капитала; – ставка налога на прибыль компании.

Важно подчеркнуть, что показатель «прибыль» отражает учетные денежные и неденежные доходы (например, оплату товаром) и расходы (например, амортизация), полученные в течение определенного периода, что не совпадает с поступлением и выбытием денежных средств. При этом прибыль признается после совершения продажи, а не по факту поступления денежных средств. Кроме того, при расчете прибыли, расходы на производство продукции признаются в момент ее реализации, а не в момент фактической оплаты. Формирование прибыли компании графически показано на рисунке (см. рис. 2).

Альтернативным методом оценки стоимости компании является метод чистых активов.

Чистые активы – это балансовая стоимость имущества предприятия за вычетом всех его долгов, то есть это те собственные средства компании, которые останутся у нее после того, как она рассчитается со всеми кредиторами. Методика расчета чистых активов утверждена приказом Министерства финансов РФ от 28 августа 2014 г. № 84н

*Чистые активы = Активы (разделы I и II) – Долгосрочные обязательства (разделы IV) – Краткосрочные обязательства (разделы V) – Отложенные налоговые активы + Отложенные налоговые обязательства + Доходы будущих периодов*

Отрицательная величина чистых активов означает, что по данным бухгалтерской отчётности размер долгов превышает стоимость всего имущества предприятия («недостаточность имущества»).



Рис. 2. Формирование прибыли компании

**Практическое задание**

По нижеприведенным данным рассчитайте показатели прибыли компании: EBIT, EBITDA, NOPAT

|  |  |
| --- | --- |
| Выручка | 9 821 394 |
| Себестоимость продаж | 9 326 136 |
| Валовая прибыль (убыток) | 495 258 |
| Коммерческие и управленческие расходы | - 115 |
| Прибыль (убыток) от продаж | 495 143 |
| Проценты к получению | 12 959 |
| Проценты к уплате | - 8 260 |
| Прочие доходы | 132 445 |
| Прочие расходы | - 461 882 |
| Прибыль (убыток) до налогообложения | 170 405 |
| Текущий налог на прибыль | - 142 299 |
| Прочее | - 570 |
| Чистая прибыль (убыток) | 27 536 |
| Амортизация | 497 000 |

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

По нижеприведенным данным рассчитайте величину чистых активов компании

|  |  |
| --- | --- |
| Активы | 10 000 |
| Долгосрочные обязательства | 2 000 |
| Краткосрочные обязательства | 3 000 |
| Отложенные налоговые активы | 1 000 |
| Отложенные налоговые обязательства | 300 |
| Доходы будущих периодов | 200 |

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

# **3. Политика управления капиталом**

Капитал представляет собой совокупность имущества и активов, вложенных в дело и используемых для получения прибыли (т.е. это средства, которыми располагает субъект хозяйствования для осуществления своей деятельности).

Структура капитала компании показана на рисунке (см. рис. 3).



Рис. 3. Структура капитала компании

Оценить структура капитала компании можно при помощи двух коэффициентов:

Коэффициент концентрации собственного капитала – чем выше его значение, тем устойчивее финансовое состояние предприятия. Рекомендуемое значение > 0,5.

Коэффициент покрытия долгов – показывает, в какой степени активы предприятия сформированы за счет собственного капитала, и насколько предприятие независимо от внешних источников финансирования. Рекомендуемое значение > 1. Если величина меньше единицы (большая часть имущества предприятия сформирована из заемных средств), то это может свидетельствовать об опасности неплатежеспособности и затруднить возможность получения кредита.

Отметим, что для объективности анализа, рекомендуется сравнивать это показатели со средними по отрасли, к которой относится компания.

Политика управления капиталом направлена на оптимизацию соотношения собственного и заемного капитала компании. В ее основе может лежать одна из следующих концепций (см. таблицу 3).

Таблица 3 – Концепции управления капиталом компании

|  |  |
| --- | --- |
| **Концепция финансирования** | **Цель и принцип концепции** |
| Концепция обеспечения финансовой безопасности | Цель: Недопущение банкротства компании.  Принцип: Соотношение собственного и долгового финансирования определяется исходя из принципа поддержания величины совокупных издержек банкротства на уровне существенно ниже чем величина налогового щита. |
| Концепция нивелирования рисков | Цель: Взаимное нивелирование финансового и делового рисков бизнеса.  Принцип: Для бизнеса с высоким деловым риском следует использовать менее рискованное долевое финансирование, а для бизнеса с низким деловым риском следует использовать более рискованное долговое финансирование. |
| Концепция сохранения финансовой независимости | Цель: Сохранение финансовой независимости компании.  Принцип: Компания в первую очередь использует собственные средства, затем осуществляет привлечение банковских кредитов, потом эмиссию облигаций и только в крайнем случае эмиссию акций. |
| Концепция корпоративного контроля | Цель: Устранение риска враждебных поглощений при одновременном недопущении растрачивания денежного потока.  Принцип: Компания должна финансировать приобретение активов за счет долговых средств, а текущую деятельность за счет собственных средств. При этом должна проводиться целенаправленная замена долевого капитала долговым, что существенно снижает вероятность поглощения конкурентами. |
| Концепция минимальной стоимости капитала | Цель: Обеспечение минимальной стоимости капитала компании путем оптимизации источников финансовых ресурсов.  Принцип: Достижение эффективности деятельности компании возможно только обеспечении минимальной стоимости источников финансирования (при этом должны быть учтены как прямые, так и косвенные расходы, связанные с привлечением и обслуживанием средств). |

Согласно концепции минимальной стоимости капитала, оптимальной структурой капитала считается такое сочетание источников финансирования, при котором его средневзвешенная цена (WACC) минимальна.

Согласно классическому подходу, WACC с учетом эффекта «налогового щита» может быть определена по формуле:

,

где – доля собственного капитала в общем капитале компании; – доля заемного капитала в общем капитале компании; – величина собственного капитала; – величина заемного капитала; – цена собственного капитала; – цена заемного капитала; – ставка налога на прибыль компании.

Для расчета цены собственного капитала () чаще всего используется модель стоимости капитальных активов CAPM (Capital Assets Pricing Model), которая основывается на связи доходности и риска и позволяет инвестору рассчитать необходимую норму доходности от вложений в тот или иной бизнес по формуле:

,

где – безрисковая ставка доходности; – ставка доходности по акциям компании; – премия за риск акционерного капитала (или рыночная премия); – бета-фактор риска.

Расчет стоимости капитала по указанной формуле начинается с определения безрисковой ставки доходности (). При этом возможно два принципиально различных подхода к ее определению – на основании зарубежных или российских безрисковых вложений.

Зарубежные инвестиционные консультанты, а также некоторые российские и зарубежные ученые рекомендуют принимать в качестве безрисковой ставки доходности () величину доходности по 20-летним казначейским обязательствам Правительства США. В качестве обоснования данного выбора приводится тот аргумент, что «американский фондовый рынок является наиболее развитым и представительным с точки зрения сравнимых активов» и что период 20 лет «сопоставим с периодом, в течение которого инвесторы обычно сохраняют свои инвестиции в акции». Однако достаточно часто российские инвестиционные компании определяют исходя из безрисковой процентной ставки по Российским государственным ценным бумагам «Облигациям федерального займа» («ОФЗ») сроком 5 лет.

Ставка доходности по акциям компании () представляет сбой сумму выплат собственникам капитала (в форме процентов, дивидендов и т.п.) за счет чистой прибыли компании, приходящуюся на 1 руб. вложенных ими средств. В большинстве случаев эту сумму определяют сами собственники, устанавливая требуемую им величину дивидендной доходности на вложенный капитал. Тогда премия за риск акционерного капитала будет отражать превышение доходности акций компании над доходностью безрисковых вложений.

Рыночная рисковая премия умножается на так называемый бета-фактор (фактор риска), оценивающий риск вложений в конкретный бизнес.

В странах с развитым фондовым рынком коэффициенты и публикуют биржевые институты, в российской практике, вследствие неразвитости рыночных механизмов и «короткой истории» публичных компаний, определение этих коэффициентов затруднено и часто может быть выполнено только экспертным путем.

В ситуации, когда ставка доходности () и бета-фактор () для конкретной компании не известны, можно использовать в качестве показателя стоимости собственного капитала () среднюю рыночную рентабельность инвестированного капитала (т.е. прибыль по отношению к вложенному капиталу).

Для точного расчета цены заемного капитала () необходимо использовать информацию о фактическом кредитном портфеле компании. При этом для корректности расчета средневзвешенной цены капитала необходимо учитывать в том числе и затраты на привлечение финансовых ресурсов, которые в отдельных случаях могут достигать существенных величин (известны случаи, когда затраты на организацию и размещение эмиссии облигаций составляли до 5% от величины эмиссии). В таблице (см. таблицу 4) приведены зависимости для определения стоимости финансовых ресурсов для наиболее часто используемых компаниями способов финансирования.

Таблица 4 – Методы определения стоимости для различных способов финансирования

|  |  |
| --- | --- |
| **Способ финансирования** | **Методика определения стоимости финансовых ресурсов** |
| Банковский кредит | ,  где *K* – ставка процента за банковский кредит; *Z* – расходы по привлечению банковского кредита по отношению к сумме кредита; *S* – сумма привлеченного кредита; *t* – срок банковского кредита |
| Эмиссия корпоративных облигаций | ,  где *K* – ставка купона по облигации; *N* – номинальная стоимость облигации; *P* – цена реализации облигаций; *Q* – объем эмиссии;  *Z* – величина эмиссионных затрат; *t* – срок облигационного займа |
| Лизинг | ,  где *L* – годовая лизинговая ставка; *A* – годовая норма амортизации актива, привлеченного на условиях лизинга; *S* – стоимость привлеченного актива; *Z* – дополнительные расходы по привлечению финансирования; *t* – срок лизинга |

При принятии решений в сфере формирования структуры капитала необходимо учитывать временной фактор и конъюнктуру на финансовых рынках. Так, например, эмиссию корпоративных облигаций целесообразно проводить в момент снижения процентных ставок, а эмиссию акций – на пике роста рынка.

**Практическое задание**

По нижеприведенным данным рассчитайте средневзвешенную цену капитала компании WACC.

|  |  |
| --- | --- |
| Эффективная ставка налога на прибыль | 20% |
| Доля заемного капитала ( | 7,7% |
| Сумма долга, млн. руб. | 87 032 |
| Расходы на обслуживание долга, млн. руб. | 1 456 |
| Rf | 2,1% |
| RM | 11,1% |
| Β | 1,065 |

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Сравните стоимость привлечения компанией заемного финансирования в объеме 10 млн. руб. путем банковского кредитования и эмиссии корпоративных облигаций если известны следующие параметры:

Банковское кредитование: Ставка процента за банковский кредит – 12% годовых; расходы по привлечению банковского кредита – 0,5% от суммы кредита; срок банковского кредита – 1 год.

Облигации: Ставка купона по облигациям – 15%; номинальная стоимость облигации – 100 тыс. руб.; цена реализации облигаций – 102% от номинала; объем эмиссии – 100 облигаций; величина эмиссионных затрат – 1% от привлеченной суммы; срок облигационного займа – 1 год.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Копания нуждается в приобретении оборудования, стоимость которого составляет 1 млн. руб. Компания рассматривает два альтернативных источника финансирования со следующими параметрами:

Банковское кредитование: Ставка процента за банковский кредит – 15% годовых; расходы по привлечению банковского кредита – отсутствуют; срок банковского кредита – 3 года.

Лизинг: Годовая лизинговая ставка – 15%; срок полезного использования оборудования – 10 лет; амортизационные начисления начисляются линейным способом; срок лизинга – 3 года; дополнительные расходов на привлечение финансирования – 0,5% от суммы лизинга

Какой вариант более выгоден компании?

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

# **4. Кредитная политика**

Кредитная политика определяет принципы и правила работы компании по привлечение земного финансирования.

Целесообразность привлечения заемного финансирования с точки зрения развития компании и роста стоимости бизнеса можно оценить через показатель дифференциала финансового рычага, который рассчитывается как:

Если дифференциала финансового рычага положителен (*Dif > 0*) компания увеличивает размер получаемой прибыли при использовании заемных средств.

Для обеспечения своей финансовой безопасности компания контролирует соблюдение ряда лимитов долговой позиции (см. таблицу 5). При этом в качестве порогового значения принимается минимальное значение из всех лимитов.

Таблица 5 – Расчет лимитов долговой позиции компании

|  |  |
| --- | --- |
| **Лимит** | **Методика расчета** |
| Лимит по сумме ликвидных активов | ЛЛА = Валюта баланса – Внеоборотные активы – Просроченная дебиторская задолженность |
| Лимит по сумме собственных средств | ЛСС = Капитал и резервы – Задолженность учредителей по взносам в уставный капитал |
| Лимит по сумме чистых активов | ЛЧА = Активы – Долгосрочные обязательства – Краткосрочные обязательства – Отложенные налоговые активы + Отложенные налоговые обязательства + Доходы будущих периодов |
| Лимит по долговому покрытию | ЛДП = 2,5 ∙ EBITDA |
| Лимит по обслуживанию долга | ЛОД = EBIT / Средневзвешенная стоимость долга % |
| **Лимит долговой позиции = min (ЛЛА; ЛСС; ЛЧА; ЛДП; ЛОД)** | |

Лимит долговой позиции определяет максимально возможную сумму заимствований, которую компания может привлечь, сохраняя свою финансовую безопасность на допустимом уровне.

**Практическое задание**

По нижеприведенным данным да основе дифференциала финансового рычага рассчитайте предельную величину процентов по заемному капиталу, а также лимит долговой позиции компании (при отсутствии каких-либо значение принять их = 0).

|  |  |
| --- | --- |
| Выручка | 9 821 394 |
| Себестоимость продаж | 9 326 136 |
| Валовая прибыль (убыток) | 495 258 |
| Коммерческие и управленческие расходы | - 115 |
| Прибыль (убыток) от продаж | 495 143 |
| Проценты к получению | 12 959 |
| Проценты к уплате | - 8 260 |
| Прочие доходы | 132 445 |
| Прочие расходы | - 461 882 |
| Прибыль (убыток) до налогообложения | 170 405 |
| Текущий налог на прибыль | - 142 299 |
| Прочее | - 570 |
| Чистая прибыль (убыток) | 27 536 |
| Амортизация | 497 000 |

|  |  |
| --- | --- |
| **Активы** | |
| **I. Внеоборотные активы** | |
| Нематериальные активы | 150 |
| Основные средства | 7 502 081 |
| Прочие внеоборотные активы | 25 766 |
| **Итого по разделу I** | **7 527 997** |
| **II. Оборотные активы** | |
| Запасы | 1 472 259 |
| НДС по приобретенным ценностям | 9 020 |
| Дебиторская задолженность | 1 685 816 |
| Денежные средства и денежные эквиваленты | 291 866 |
| Прочие оборотные активы | 144 558 |
| **Итого по разделу II** | **3 603 519** |
| **Пассивы** | |
| **III. Капитал и резервы** | |
| Уставный капитал | 8 959 972 |
| Добавочный и резервный капитал | 311 392 |
| Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) | 65 012 |
| **Итого по разделу III** | **9 336 376** |
| **IV. Долгосрочные обязательства** | |
| Долгосрочные заемные средства | 81 832 |
| **Итого по разделу IV** | **81 832** |
| **V. Краткосрочные обязательства** | |
| Краткосрочные заемные средства | 200 000 |
| Кредиторская задолженность | 1 320 858 |
| Прочие краткосрочные обязательства | 192 450 |
| **Итого по разделу V** | **1 713 308** |

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

# **5. Политика Управления активами**

Оборотные активы – это часть средств производства, целиком потребляемая в течение производственного цикла компании. Оборотные активы включают материалы, сырье, топливо, энергию полуфабрикаты, запчасти, незавершенное производство, расходы будущих периодов, исчисленные в денежном выражении.

Объем и структура оборотных активов в значительной степени определяются отраслевой принадлежностью компании. Так, компании производственной сферы имеют высокий удельный вес запасов сырья и материалов и незавершенного производства, торговые компании – высокий удельный вес запасов товаров, у финансовых компаний обычно наблюдается значительная сумма денежных средств и финансовых вложений.

Именно оборотные активы обеспечивают текущую платежеспособность компании.

Политика управления оборотными активами заключается в разработке воздействий на объем и структуру оборотных активов, а также источники их формирования с целью повышения эффективности использования.

Размер инвестиций в оборотные активы зависит от компромисса между вынужденными издержками и издержками, которые связаны с экономией на масштабе.

При увеличении вложений в оборотные активы компания несет «вынужденные издержки», а именно издержки, связанные с хранением, с отвлечением средств в оборотные активы, с увеличением риска потерь. Так:

* денежные активы в значительной мере подвержены риску инфляционных потерь и колебаний курсов валют;
* краткосрочные финансовые вложения – риску потерь части дохода в связи с неблагоприятной конъюнктурой финансового рынка;
* дебиторская задолженность – риску невозврата или несвоевременного возврата;
* запасы товарно-материальных ценностей – риску потерь от естественной убыли и хищений и т.п.

Однако, с другой стороны, при нехватке оборотных средств компания несет издержки, связанные с экономией на масштабе. В частности, :

* дополнительные расходы по экстренному привлечению средств (например, при недостатке денежных средств компания должна срочно продать легко реализуемые активы с дисконтом к рыночной цене);
* если у компании закончились запасы материалов – нарушается график производства.
* если у компании закончились запасы готовой продукции – уменьшаются продажи, компания может потерять покупателей и т.п.

Потребность компании в финансировании оборотных активов может быть рассчитана на основании индивидуальных графиков движения активов каждого вида (см. таблицу 6). При этом следует учесть, что величина финансирования оборотных активов определяется не только объективными потребностями производственно-коммерческой деятельности компании, но и целым рядом иных факторов, таких как, например, сезонность, необходимость формировать и поддерживать страховой запас, графиков расчетов с поставщиками и покупателями (авансирование, отсрочки платежа и т.п.)

Таблица 6 – Определение нормативов по видам оборотных активов

|  |  |
| --- | --- |
| **Показатель** | **Методика расчета** |
| Норматив производственных запасов  Нпз | ,  где Псс – среднесуточное потребление сырья и материалов (руб.), определяется как Псс = ПП ∙ М / Т, где ПП – планируемый объем производства в периоде (ед.); М – материалоемкость производства (руб./ед.), определяемая на основании технологических регламентов Т – число дней в периоде; Нтек – норма текущего складского запаса (с учетом длительности интервала между поставками и продолжительности транспортировки); Нстр – норматив страхового запаса (с учетом вероятного времени просрочки поставок); Нсез – норматив сезонного запаса (увеличение производственных запасов за счет сезонности). |
| Норматив дебиторской задолженности  Ндз | ,  где Рсс – объем среднесуточной реализации (руб.), определяется как Рсс = ПР ∙ ЦР / Т, где ПР – планируемый объем реализации в периоде (ед.); ЦР – цена реализации (руб.); Т – число дней в периоде; Р% – процент реализации с отсрочкой платежа в общем объеме продаж; Топ – среднее время отсрочки платежа (дн.). |
| Норматив авансов, выданных поставщикам и подрядчикам  Нав | ,  где Псс – среднесуточное потребление сырья и материалов (руб.), определяется как Псс = ПП ∙ М / Т, где ПП – планируемый объем производства в периоде (ед.); М – материалоемкость производства (руб./ед.), определяется на основании технологических регламентов; Т – число дней в периоде; З% – процент приобретения материалов по предоплате в общем объеме закупок; Тав – средний срок предоплаты (дн.). |
| Нормативный остаток денежных средств  Ндс | ,  где ПО – предполагаемый объем платежного оборота по текущим операциям в предстоящем периоде в соответствии с планом поступления и расходования денежных средств компании (руб.); ОБ – оборачиваемость денежных средств в аналогичном отчетном периоде (раз.); СЗ – страховой запас денежных средств на случай непредвиденных ситуаций. |

Внеоборотные активы – это средства компании, изъятые из хозяйственного оборота, но отражаемые в бухгалтерском балансе. К внеоборотным активам относят основные средства, нематериальные активы, и т.п.

Величина потребности в финансировании внеоборотных активов определяется на основе бюджетов инвестиционных проектов компании.

Рассматривая варианты финансирования внеоборотных активов можно выделить два противоположенных подхода: исходя из доступных для компании финансовых ресурсов (используется в случае, когда возможности их привлечения на рынке капитала ограничены) и исходя из полного удовлетворения инвестиционных потребностей (используется в случае, когда компания обладает достаточным уровнем финансовой гибкости и способна к привлечению любого необходимого ему объема финансовых ресурсов).

При финансировании активов используется принцип сопоставления по срокам, при котором каждая часть активов должна быть соотнесена с финансовым инструментом, сроки погашения которого соотносятся с временными рамками потребностей в активах. Известны четыре стратегии финансирования активов компании: хеджированная (идеальная), агрессивная, консервативная и компромиссная.

Консервативная стратегия предполагает, что внеоборотные и большая часть оборотных активов покрывается за счет долгосрочных пассивов. Такой подход гарантирует минимизацию операционных и финансовых рисков, но отрицательно сказывается на эффективности использования оборотных активов – оборачиваемости и уровне рентабельности.

Агрессивная стратегия заключается в минимизации страховых резервов оборотных активов и их финансировании за счет краткосрочных обязательств.

Хеджированная (идеальная) стратегия предполагает, что долгосрочные пассивы служат источниками покрытия внеоборотных активов, а также системной части оборотных активов.

В компромиссной модели половина варьирующей части оборотных активов покрывается краткосрочными пассивами, остальные активы – долгосрочными пассивами. Эта модель является разновидностью консервативной и хеджированной политики.

В зависимости от степени ликвидности, т.е. скорости превращения активов в денежные средства, выделяют следующие группы активов:

* А1 – наиболее (абсолютно) ликвидные активы (денежные средства и денежные эквиваленты);
* А2 – быстро реализуемые активы (краткосрочные финансовые вложения, краткосрочная дебиторская задолженность и прочие оборотные активы);
* А3 – медленно реализуемые активы (запасы, НДС по приобретенным ценностям и долгосрочная дебиторская задолженность);
* А4 – труднореализуемые активы (все внеоборотные активы).

Иногда ко второй группе A2 относятся такие быстро реализуемые активы как: готовая продукция и товары отгруженные. Ликвидность этой группы текущих активов зависит от своевременности отгрузки продукции, оформления банковских документов, скорости платежного документооборота в банках, от спроса на продукцию, ее конкурентоспособности, платежеспособности покупателей, форм расчетов и др.

Значительно больший срок понадобится для превращения производственных запасов и незавершенного производства в готовую продукцию, а затем в денежную наличность. Поэтому их относят к третьей группе медленно реализуемых активов А3. Также раньше в группу А1 включали краткосрочные финансовые вложения, сейчас этого делать не рекомендуется.

В свою очередь пассивы баланса тоже группируются в четыре группы по степени срочности оплаты соответствующих обязательств:

* П1 – наиболее срочные обязательства (кредиторская задолженность, включая задолженность перед учредителями по выплате дивидендов, прочие краткосрочные обязательства);
* П2 – краткосрочные пассивы (краткосрочные кредиты и займы, краткосрочные оценочные обязательства);
* П3 – долгосрочные пассивы (долгосрочные обязательства);
* П4 – постоянные или устойчивые пассивы (капитал и резервы, доходы будущих периодов).

При наличии соответствующей информации в группу П1 включают кредиты банка, сроки возврата которых уже наступили. Иногда группу П2 называют «среднесрочные обязательства» и включают в нее отложенные налоговые обязательства. Обратите внимание, что доходы будущих периодов рассматриваются в качестве постоянных пассивов, хотя они расположены в V разделе.

Сравнении активов, сгруппированных по степени убывания ликвидности, с обязательствами (пассивами), сгруппированными по степени возрастания сроков их погашения позволяет сделать вывод о ликвидности и степени финансового риска компании (см. рис. 4).



Рис. 4. Оценка ликвидности и степени финансового риска компании

**Практическое задание**

По приведенным данным проведите оценку ликвидности и финансового риска компании.

|  |  |
| --- | --- |
| **Активы** | |
| **I. Внеоборотные активы** | |
| Нематериальные активы | 150 |
| Основные средства | 7 502 081 |
| Прочие внеоборотные активы | 25 766 |
| **Итого по разделу I** | **7 527 997** |
| **II. Оборотные активы** | |
| Запасы | 1 472 259 |
| НДС по приобретенным ценностям | 9 020 |
| Дебиторская задолженность | 1 685 816 |
| Денежные средства и денежные эквиваленты | 291 866 |
| Прочие оборотные активы | 144 558 |
| **Итого по разделу II** | **3 603 519** |
| **Пассивы** | |
| **III. Капитал и резервы** | |
| Уставный капитал | 8 959 972 |
| Добавочный и резервный капитал | 311 392 |
| Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток) | 65 012 |
| **Итого по разделу III** | **9 336 376** |
| **IV. Долгосрочные обязательства** | |
| Долгосрочные заемные средства | 81 832 |
| **Итого по разделу IV** | **81 832** |
| **V. Краткосрочные обязательства** | |
| Краткосрочные заемные средства | 200 000 |
| Кредиторская задолженность | 1 320 858 |
| Прочие краткосрочные обязательства | 192 450 |
| **Итого по разделу V** | **1 713 308** |

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

# **6. Политика управления дЗ**

В условиях конкуренции многие компании вынуждены производить продажу своего товара (услуг) с отсрочкой платежей.

Дебиторская задолженность – это сумма требований, предъявляемых компанией к своим дебиторам на определенную дату. Дебиторы – юридические и физические лица, которые имеют задолженность перед данной компанией.

Возникновение дебиторской задолженности в системе безналичных расчетов представляет собой объективный процесс хозяйственной деятельности. При этом ее объем зависит от многих факторов: объема производства, вида продукта, емкости рынка, степени его наполняемости продукцией, системы расчетов с покупателями, их финансового состояния и т. д.

Политика управления дебиторской задолженностью представляет собой часть общей политики управления активами, заключающейся в оптимизации общего размера этой задолженности и обеспечении своевременной ее инкассации.

Формирование дебиторской задолженности – это иммобилизация средств, которые выпадают из оборота и не дают дохода. Увеличение дебиторской задолженности, опережающее рост объемов деятельности, ухудшает финансовое состояние компании. По этой причине ключевыми задачами политики управления дебиторской задолженностью является решение вопроса о том, кому из покупателей и на каких условиях предоставить кредит за отгруженную продукцию, а также обеспечение своевременного взыскания дебиторской задолженности с контрагентов.

Теоретически осуществление предпринимательской деятельности предполагает, что по мере проведения хозяйственных операций компания не только возвращают вложенные средства, но и получает доход. Однако на практике нередко возникают ситуации, когда по тем или иным причинам компании не имеют возможности взыскать долги с контрагентов. Таким образом другой ключевой задачей политики управления дебиторской задолженностью является решение вопросов о формировании резервов по сомнительной задолженности и списании задолженности по которой прошел срок исковой давности.

Принятие решений по управлению дебиторской задолженностью производится по каждому контрагенту в отдельности (см. рис. 5).

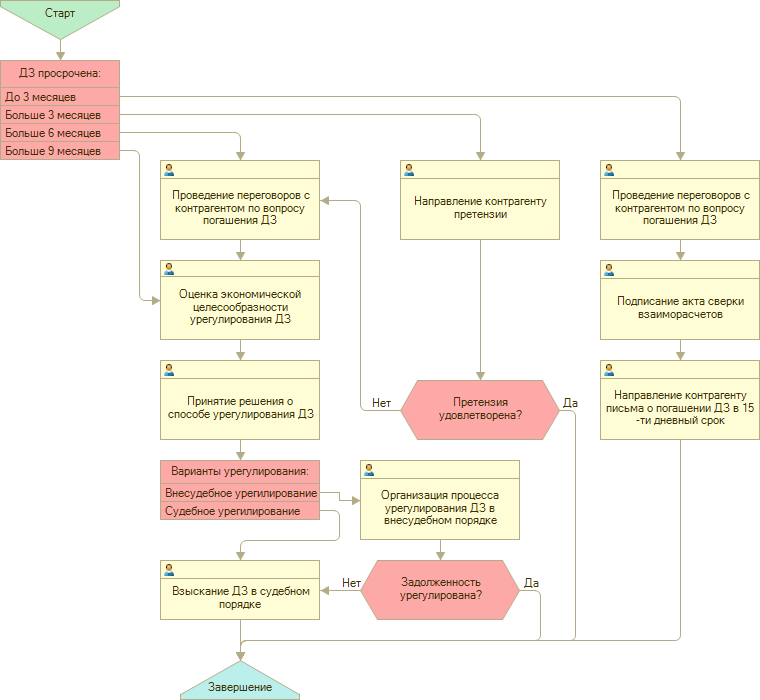


Рис. 5. Принятие решений по управлению дебиторской задолженностью

**Практическое задание**

Компания рассматривает новую стратегию продаж с более мягкими условиями. Финансисты считают, что новая политика приведет к изменениям ряда ключевых переменных. Примем, что себестоимость продаж включает только переменные затраты, а выручка поступает на расчетный счет за исключением безнадежных долгов. Какая политика лучше?

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Текущая стратегия | Новая стратегия |
| Объем продажи за год, млн.руб. | 4,8 | 6 |
| Себестоимость продаж (% от выручки) | 60% | 60% |
| Величина безнадежных долгов (% от выручки) | 1% | 3% |

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

# **7. дивидендная политика**

Дивиденд – это часть прибыли компании, распределяемая между собственниками в соответствии с количеством приобретенных акций (долей, паев) с определенной периодичностью.

Дивидендная политика – это часть финансовой политики, направленная на оптимизацию пропорций между использованием прибыли для выплаты дивидендов и ее капитализацией с целью максимизации рыночной стоимости компании.

Право на получение дивидендов дают привилегированные и обыкновенные акции. При этом по привилегированным акциям выплачивают фиксированный дивиденд (распространена практика фиксации в Уставе величины процента от прибыли направляемого на выплату дивидендов по привилегированным акциям). Дивиденды по обыкновенным акциям выплачиваются только после покрытия всех затрат, уплаты процентов по долгу, налогов и дивидендов по привилегированным акциям. Таким образом, права владельцев обыкновенных акций на получение части дохода от деятельности фирмы удовлетворяются в последнюю очередь.

Порядок выплаты компаниями дивидендов:

* компания вправе по результатам 1-го квартала, полугодия, 9 месяцев финансового года и по результатам финансового года принимать решения (объявлять) о выплате дивидендов по размещенным акциям;
* компания обязана выплатить объявленные по акциям каждого типа дивиденды;
* дивиденды выплачиваются деньгами, или иным имуществом, если это предусмотрено уставом компании;
* источником выплаты дивидендов является чистая прибыль компании;
* решения о выплате дивидендов, в том числе решения о размере дивиденда и форме его выплаты по акциям каждого типа, принимаются общим собранием акционеров, при этом размер дивидендов не может быть больше рекомендованного Советом директоров (Наблюдательным советом) компании;
* срок и порядок выплаты дивидендов определяются уставом компании или решением общего собрания акционеров и не могут превышать 30 дней со дня принятия решения о выплате дивидендов.

Компания не имеет права объявлять (выплачивать) дивиденды:

* до полной оплаты уставного капитала;
* до выкупа всех акций, которые должны быть выкуплены в соответствии со ст. 76 ФЗ (реорганизация компании, изменения в устав и пр.);
* если на день принятия такого решения компания отвечает признакам несостоятельности (банкротства) в соответствии с законодательством РФ о несостоятельности (банкротстве) или если указанные признаки появятся у компании в результате выплаты дивидендов;
* если на день принятия такого решения стоимость чистых активов компании меньше ее уставного капитала, резервного фонда, и разницы между ликвидационной и номинальной стоимостью размещенных привилегированных акций (либо станет меньше их размера в результате принятия такого решения);
* по обыкновенным и привилегированным акциям (размер дивидендов по которым не определен), если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов по всем типам привилегированных акций, размер дивидендов по которым определен уставом компании;
* по привилегированным акциям определенного типа, по которым размер дивиденда определен уставом компании до решения о полной выплате дивидендов по всем типам привилегированных акций, предоставляющих преимущество по очередности выплат.

Формы выплаты дивидендов:

* Основная форма дивидендных выплат – денежная (cash dividends). Могут также использоваться иные формы выплат, например, натуральная (имущественная) – предприятиями сельского хозяйства.
* выплата дивидендов акциями (stock dividends) – распределение среди акционеров дополнительных акций на сумму дивидендных выплат. При этом число акций в обращении увеличивается, а цена, как правило, падает.
* Дробление акций (stock split) – это снижение их номинала при пропорциональном увеличении их числа. При этом не происходит изменения собственного капитала компании, но курс акций в краткосрочной перспективе повышаются за счет возрастания интереса мелких и портфельных инвесторов.
* Выкуп собственных акций (stock repurchase) – положительный сигнал для рынка. В результате количество акций в обращении уменьшается, а прибыль на одну акцию EPS возрастает. В этом случае: 1) Автоматически увеличивается размер прибыли на оставшиеся акции и повышается коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде. 2) Растет курс акций, принося дополнительный доход акционерам в виде прироста капитала. Выкупленные акции могут оставаться на балансе компании в течение года. После этого она обязана их либо погасить, либо реализовать.

# **8. учетная политика**

Учетная политика компании отражает общую схему и особенности ведения бухгалтерского и налогового учета (обязательны для всех компаний), а также, в некоторых случаях, и управленческого учета (не обязательна).

На выбор и обоснование учетной политики организации влияют следующие факторы:

* организационно-правовая форма компании;
* отраслевая принадлежность или вид деятельности;
* объемы деятельности, организационная структура, штатная численность персонала;
* порядок налогообложения;
* степень свободы действия в условиях рыночной экономики (т.е. возможность самостоятельного принятия решений в вопросах ценообразования, выборе контрагентов и партнеров и т.д.);
* цели и задачи экономического развития компании на долгосрочную перспективу, ожидаемые направления инвестиций, тактические подходы к решению перспективных задач;
* материальная база и система информационного обеспечения;
* уровень квалификации персонала финансово-экономического блока.

Учетная политика для целей бухгалтерского учета отражает принципы, основания, соглашения, правила и процедуры, принятые руководством компании на этапе подготовки финансовых отчетов. Компания самостоятельно выбирает форму бухгалтерского учета, определяя перечень учетных регистров, последовательность и технику записей в них, их взаимосвязь. При этом при формировании учетной политики действует принцип – применяемые фундаментальные положения учета пояснений не требуют, однако, если какое-либо фундаментальное положение не применяются, то это должно быть оговорено в учетной политике.

Учетная политика для целей налогообложения направлена на решение задачи облегчения налоговой нагрузки, а также изыскания рациональных и законных способов снижения налоговых платежей. Такая задача решается по следующим направлениям:

* выбор видов деятельности, которые обеспечат приемлемую величину налоговой нагрузки;
* определение оптимальных способов и сроков уплаты налогов, сборов и других налоговых платежей;
* выбор направлений распределения и использования прибыли, осуществления инвестирования финансовых ресурсов, которые позволят иметь благоприятные налоговые последствия.

Учетные политики для целей бухгалтерского учета и налогообложения являются обязательными документами и важнейшими элементами налогового контроля (они могут быть затребованы налоговыми органами для уточнения показателей отчетности).

Учетная политика для целей управленческого учета определяет правила формирования и использования информации для осуществления управления компанией, включая такие аспекты как анализ, планирование, контроль и оценка эффективности финансово-хозяйственной деятельности компании в целом, отдельных структурных подразделений, отдельных продуктов и бизнес-процессов.

**Практическое задание**

Метод учета запасов

Запасы продукции на складе компании на начало периода составляют 100 единиц по цене 3 тыс.руб. за единицу. Дополнительно компания приобретает партию аналогичного товара в количестве 100 единиц по цене 4 тыс. руб. за единицу. Через некоторое время после поступления партии на склад компания реализует 120 единиц товара по цене 5 тыс. руб. за единицу. Рассчитайте величину себестоимости продаж и полученной валовой прибыли при использовании в учетной политики каждого из методов учета запасов – FIFO, LIFO, Средняя цена.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

# **9. политика управления ДДС**

В рыночной экономике денежные средства – наиболее дефицитный ресурс, успех бизнеса во многом определяется его способностью генерировать необходимые денежные потоки. По этой причине проблема управления движением денежных средств (ДДС) имеет для компаний приоритетное значение.

Управление ДДС – деятельность, направленная на регулирование величин притока и оттока денежных средств предприятия с целью достижения максимально эффективного использования денежных средств и одновременным обеспечением платежеспособности компании.

В случае если компания представляет из себя территориально распределенную структуры в ней могут быть реализованы три подхода к организации управления ДДС: централизованный, децентрализованный и смешанный.

При централизованном подходе деятельность финансовых служб дочерних компаний холдинга координируется из головного офиса. Так, финансовая служба головной компании часто контролирует все платежи дочерних обществ. Ни одно платежное поручение вообще (или платежное поручение, превышающее установленный головным офисом лимит) не проводится банком без соответствующей визы сотрудника головного офиса. В отдельных случаях применяется и полная централизация управления расчетными счетами дочерних компаний. Такой подход позволяет консолидировать финансовые ресурсы на стратегически важных направлениях; перераспределять финансовые ресурсы между компаниями холдинга, сокращая при этом объемы заимствований; на более выгодных условиях размещать денежные средства на депозитах, привлекать централизованные кредиты для финансирования дочерних компаний и инвестиционных проектов. Кроме того, при централизованных денежных потоках снижается совокупный финансовый риск холдинга, что положительно влияет на его капитализацию и оценку инвесторами и финансовыми институтами. По оценкам аналитиков ЗАО «КПМГ», казначейские операции централизованы полностью или частично в 97% крупных компаний России.

Децентрализованный подход допускает самостоятельность компаний холдинга в осуществлении платежей и распределении поступлений. При этом в целях сохранения контроля за финансово-хозяйственной деятельностью компаний управляющая компания особое внимание должна уделять регламентации прав и полномочий руководителей дочерних структур. Управляющая компания, как правило, устанавливает лимиты полномочий финансового и генерального директора дочерней компании на суммы заключаемых договоров и осуществляемых операций, а также контролирует соблюдение нормативов ликвидности и финансовой устойчивости.

Смешанный подход предполагает частичную централизацию статей, например, компания может централизованно финансировать инвестиционную деятельность или погашение банковских кредитов при одновременном децентрализованном финансировании остальных статей затрат. Данный подход сочетает в себе преимущества и возможности двух предыдущих и по этой причине оказывается самым эффективным. Примером смешенной организации управления финансовым обеспечением может служить казначейство ОАО «ОГК-3», в котором по централизованной схеме было организовано финансирование топливообеспечения (~70% производственных затрат), а по децентрализованной (в рамках ограниченных лимитов полномочий руководителей) – финансирование всех остальных затрат.

В основе управления ДДС лежит финансовое планирование – это планирование всех поступлений расходов денежных средств. Финансовое планирование осуществляется посредством составления набора планов (бюджетов) различного содержания и назначения.

**Практическое задание**

Итого деятельности компании за предыдущий год характеризуются следующими показателями: выручка от реализации продукции – 2 500 тыс. руб., переменные затраты – 1 400 тыс. руб., расходы на оплату труда – 200 тыс. руб., прочие расходы – 100 тыс. руб., остаток денежных средств на расчетном счету на конец года – 1 100 тыс. руб.

В конце предыдущего года для пополнения оборотных средств компания привлекла кредит на сумму 300 тыс. руб. который гасится равными долями в течение двух лет (начиная со следующего года), проценты по кредиту начисляются исходя из ставки 10% в год (начисляется на остаток кредитной массы).

В долгосрочной перспективе аналитики компании предполагают стабильный рост выручки от реализации на уровне 10% в год. При этом прогнозируются что переменные затраты будут составлять не менее 70% выручки от реализации продукции. Дебиторская задолженность нереальная для взыскания не превышает 2% выручки.

Планы компании предполагают ежегодную индексацию заработной платы работников на уровне 10% в год.

Рост прочих затрат компании предполагается сдерживать на уровне на 8% в год.

Компания планирует увеличить масштаб бизнеса и вложить в основные средства 4 500 тыс. руб., что позволит на 70% увеличить выручку от реализации. Предполагается реализация проекта за два года (1-й год – закупка оборудования – 3 000 тыс. руб., 2-й год – монтаж и наладка оборудования, обучение персонала – 1 500 тыс. руб.). Другой инвестиционной деятельности в компании не планируется.

В качестве альтернативных источников финансирования инвестиционного проекта рассматривается привлечение долгосрочного кредита по ставке 15% годовых (начисляется на остаток кредитной массы) или облигационный займ в размере 3 200 тыс. руб. с фиксированным сроком погашения четыре года и ставкой купонного дохода 10% годовых.

Для обеспечения финансовой устойчивости компании требуется поддерживать остаток денежных средств на расчетном счете не менее 150 тыс. руб.

Сформировать план движения денежных средства компании на 5 лет с детализацией по годам.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_